

Recebido: 12.12.2018

Aprovado: 19.08.2019

DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/2317-6172201936>

**1** Escola de Direito de São Paulo da  
Fundação Getúlio Vargas, São Paulo,  
São Paulo, Brasil  
<https://orcid.org/0000-0003-4136-4516>

**2** Universidade de São Paulo, São  
Paulo, São Paulo, Brasil  
<https://orcid.org/0000-0002-0555-2782>



# Um palacete assobradado: a coexistência entre organizações estatais e instituições de mercado no financiamento habitacional brasileiro

NEW INSTITUTIONS, OLD ORGANIZATIONS: LEGAL REFORMS IN THE BRAZILIAN  
HOUSING FINANCE

Mario Gomes Schapiro<sup>1</sup> e Saylon Alves Pereira<sup>2</sup>

## Resumo

Nas últimas décadas, vários países em desenvolvimento realizaram reformas institucionais orientadas para o mercado. Este trabalho avalia a reforma do financiamento habitacional brasileiro. Para tanto, analisa a reforma “nos livros” e “em ação”, ou seja, a aplicação dos dispositivos jurídicos pelo Judiciário. Foram analisadas 1.007 decisões judiciais sobre o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), e os resultados indicam que os credores tiveram mais sucesso do que os devedores nos tribunais. Apesar do ambiente de segurança jurídica, não houve uma transição financeira completa do modelo estatal de financiamento para um modelo de mercado. O arranjo liderado pelo Estado ainda é o elemento-chave no financiamento habitacional. O efeito mais evidente da reforma foi o reposicionamento das antigas organizações estatais nos novos marcos institucionais. Essa conclusão sugere que a privatização não é necessariamente uma transição clara entre dois modelos, mas um processo sujeito a acomodações balizadas pelos fatores de resiliência e transformação institucional.

## Palavras-chave

Reformas jurídicas; habitação; financiamento; reforma institucional; sistema financeiro imobiliário.

## Abstract

*In the last decades, several developing countries have undertaken market-oriented institutional reforms in different sectors. This paper aims to evaluate the reform of the Brazilian housing finance. For this purpose, it describes the reform “in books” and “in action”, in other words, the enforcement of new legal tools. Regarding the enforcement, this paper assessed a sample of 1,007 court decisions about the Real-State Financial System (Sistema Financeiro Imobiliário - SFI), and it shows that creditors succeeded more than debtors. Despite an environment of legal security, it has not provided a complete financial transition from the state financial model to a market model. The state-led arrangement is still the key player in the housing finance. The most apparent effect of the reform is the repositioning of old state organizations in the new institutional frameworks. Such conclusion suggests that privatization is not necessarily a clear-cut transition between two models, but a process that is subjected to marked accommodations by factors of resilience and institutional transformation.*

## Keywords

Legal reforms; housing; financing; institutional reform; real estate financial system.

## INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, os países em desenvolvimento foram expostos a novas “tecnologias” globais de regulação das relações econômicas. Em diversos setores e em diferentes economias, pode-se observar a implementação de novas configurações de política pública, a incorporação doméstica de instrumentos jurídicos internacionais e, ainda, a realização de reformas na arquitetura estatal. Regimes presidencialistas ou parlamentaristas, governos orientados para a esquerda ou para a direita, em países com maior ou menor crescimento econômico, promoveram a privatização dos serviços públicos, adotaram padrões regulatórios como os de Basileia e constituíram agências reguladoras e bancos centrais independentes. A percepção desse fenômeno tem levado autores a identificar uma convergência (isomorfismo) institucional (McNAMARA, 2003) e o estabelecimento de um novo tipo de capitalismo – um capitalismo regulatório (LEVI-FAUR, 2005; BRAITHWAITE, 2008).

Há evidências, no entanto, sugerindo que o capitalismo regulatório apresenta diferentes constituições locais. Trabalhos qualitativos e quantitativos sobre a tradução doméstica das regras financeiras, como os realizados por Chey (2006a e 2006b), Walter (2008) e Jones e Zeitz (2017), entre outros, indicam que, embora as regras de Basileia sejam adotadas por um amplo número de países, existem diferenças significativas no modo como são implementadas pelos reguladores nacionais. Da mesma maneira, estudos de casos sobre privatização e setores de infraestrutura, produzidos no âmbito de uma pesquisa coordenada por Dubash e Morgan (2013), revelam que países como Brasil, Índia e Colômbia constituíram arranjos regulatórios com colorações próprias. Em outros termos, assim como há indicações de uma convergência regulatória em curso, há também dados sugerindo uma concomitante resiliência das dinâmicas institucionais locais.

Este trabalho parte desse debate teórico e procura examinar o teor de mudanças institucionais ocorridas em um segmento doméstico específico: o segmento habitacional. Assim como ocorrido em outros setores, os sistemas nacionais de financiamento habitacional foram objeto da difusão global de políticas, instrumentos e arquiteturas. O sentido dessas reformas foi o de garantir maior segurança jurídica para os investidores, com a intenção de substituir o financiamento público ou de associações de poupadores pelo financiamento privado, baseado no mercado global de capitais. Processadas pela promulgação de leis e marcos reguladores, as reformas financeiras nesse segmento procuraram instituir novas regras contratuais e procedimentos de execução das dívidas imobiliárias, favorecendo, assim, a constituição de um mercado de hipotecas. Dados de Buckley, Chiquier e Lea (2009, p. 3-4) ilustram que esses desdobramentos ocorreram em diversos países e apontam um crescimento exponencial do mercado de hipotecas na China, na Índia, na Hungria e nos países bálticos, entre outros.

No final dos anos 1990, refletindo domesticamente esse panorama global, o governo brasileiro, apoiado por associações privadas do setor imobiliário, como a Associação Brasileira

das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip),<sup>1</sup> colocou em marcha uma reforma do Sistema Financeiro da Habitação (SFH). Com a promulgação da Lei n. 9.514, em 1997, foi instituído, paralelamente ao SFH, o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), concebido para substituir progressivamente o antigo regime, que navegava à deriva desde 1986, quando as atividades do Banco Nacional de Habitação (BNH) foram encerradas. Em contraste com o SFH, que se constituiu como um arranjo baseado no direcionamento do crédito e na atuação de bancos públicos, o SFI procurava um novo modelo de financiamento habitacional, baseado na captação de recursos pelo mercado global de capitais, por meio da securitização das dívidas imobiliárias, e na consequente formação de um mercado de hipotecas. Nos termos de um marco analítico mais amplo, tratava-se da incorporação local, no setor habitacional, das regras globais de governança do capitalismo.

Em sintonia com as mudanças realizadas em outros países, a reforma brasileira também contou com a introdução de novos dispositivos no ordenamento jurídico nacional, com a finalidade de incrementar a segurança do crédito e, assim, prover as bases necessárias para um mercado de dívidas hipotecárias. Entre as inovações substantivas, destaca-se a instituição de uma nova modalidade de hipoteca: a alienação fiduciária de bens imóveis, que oferece mais garantias contratuais aos credores. A reforma também estabeleceu regras processuais, notadamente a possibilidade de execução extrajudicial dos inadimplentes e a limitação das contestações judiciais, que passaram a ser circunscritas apenas aos valores objetivamente controversos na relação contratual, como estipulado pela Lei n. 10.931/2004.

Tendo em conta o debate entre as evidências de convergência regulatória e as indicações de resiliência doméstica, este trabalho pretende avaliar o teor da transição institucional ocorrida no sistema nacional de financiamento habitacional. Após duas décadas de promulgação da Lei n. 9.514/1997 e da introdução do SFI, o propósito deste artigo é analisar a reforma jurídica habitacional sob dois aspectos: (i) o seu produto e (ii) o seu resultado. O produto da reforma é a provisão da segurança jurídica, que é descrita pela literatura como uma variável crítica para o estabelecimento de um financiamento habitacional privado e ancorado no mercado de capitais. O resultado da reforma, por sua vez, é o teor de privatização alcançado pelo financiamento habitacional, isto é, o grau de substituição do SFH pelo SFI.

A hipótese inicial do trabalho era a de que a reforma jurídica, ao mudar as regras contratuais e processuais, mitigando o poder de contestação judicial dos contratos, teria assegurado maior garantia aos credores, o que habilitaria a constituição de um novo modo de financiamento habitacional. Os achados da pesquisa, no entanto, indicam uma conclusão diferente. O principal argumento apresentado neste artigo é o de que, embora o produto (segurança

...

<sup>1</sup> De acordo com Gomes, o anteprojeto de lei que resultou na Lei n. 9.514/1997 foi elaborado pela Abecip (GOMES, 2015, p. 85-86).

jurídica) da reforma seja moderadamente positivo, o seu resultado (privatização) é menos evidente. As mudanças legislativas tornaram a segurança do crédito mais robusta, há um volume proporcionalmente baixo de contestações judiciais, e o Judiciário tende a favorecer os credores. Por outro lado, em relação aos resultados da reforma, os indicadores apontam limites na transição brasileira em direção ao financiamento privado. Em vez de uma substituição do Estado pelo mercado de capitais, o efeito mais visível da reforma é o reposicionamento dos agentes do Estado no mercado imobiliário. Três evidências confirmam essa conclusão: primeiro, a Caixa Econômica Federal (CEF) ainda é a principal financiadora habitacional, em todas as faixas de renda; segundo, parte da liquidez do mercado de hipotecas é obtida pela utilização dos recursos originários do SFH, como o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e o crédito direcionado da poupança; terceiro, os mecanismos de segurança jurídica instituídos pelo SFI foram difundidos no setor e são empregados pela CEF, até mesmo nos financiamentos de caráter social, como os do Programa Minha Casa, Minha Vida (PMCMV).

Com isso, este trabalho oferece uma contribuição para a literatura de convergência regulatória e também para a literatura sobre reformas institucionais e privatizações, em especial no que tange às reformas habitacionais. Nessa linha, o artigo indica que, a despeito da introdução de mecanismos jurídicos globais, tendentes a aumentar a segurança do crédito, a organização institucional do segmento habitacional ainda preserva características locais, notadamente o protagonismo de um banco público, a CEF. Por outro lado, esse protagonismo é acompanhado da adoção de novas ferramentas jurídicas, que atribuem a sua atuação uma racionalidade mais próxima daquela de um agente financeiro alinhado às regras globais de prudência bancária. Desse modo, o caso aqui estudado indica uma coexistência entre dinâmicas globais e configurações locais, uma conjugação que é metaforicamente descrita como um palacete assobradado.

As conclusões deste trabalho podem ser estendidas para outros segmentos sujeitos a reformas institucionais. Em especial, ao identificar a coexistência entre padrões globais de mercado e dinâmicas locais estatais, o artigo sugere uma implicação de política contraintuitiva, qual seja, a possibilidade de que reformas de mercado favoreçam agentes estatais – no caso em questão, a CEF passou a atuar em um ambiente institucional dotado de maior segurança de crédito.

A compreensão da interface entre difusões regulatórias globais e dinâmicas locais estatais pode, em síntese, favorecer o desenho de reformas que sejam mais consistentes com o ecossistema local, e assim menos sujeitas às resistências oferecidas pelos incumbentes.

Este trabalho está organizado em outras cinco seções: a próxima apresenta uma descrição do método e do desenho da pesquisa; a seção “Financiamento habitacional: modelos de contrato e tipos de organização financeira” revisa a literatura sobre modelos de contrato e tipos de organização institucional do financiamento habitacional; a seção “Reforma habitacional brasileira: crise do SFH e criação do SFI” descreve a transição perseguida no Brasil, desde 1997, apresentando uma avaliação do produto e do resultado da reforma habitacional; a seção



“Um palacete assobradado” discute os achados da pesquisa, situando-os no debate sobre reforma e mudança institucional; e a última seção traz as considerações finais.

## 1. MÉTODO E DESENHO DA PESQUISA<sup>2</sup>

O objetivo da pesquisa é avaliar as reformas jurídicas realizadas no sistema financeiro habitacional brasileiro. Por reforma jurídica entendem-se as alterações nos marcos legislativos que conformam o ambiente institucional do financiamento habitacional, como regras de poupança e direcionamento do crédito, disposições contratuais e disciplina processual. A avaliação da reforma é realizada por meio de acesso a fontes secundárias, notadamente a literatura especializada, e, em especial, a pesquisa empírica, que combina os métodos quantitativo e qualitativo.

O método quantitativo foi utilizado para mensurar o *enforcement* dos novos marcos legais introduzidos pelas Leis n. 9.514/1997 e n. 10.931/2004. A literatura sobre segurança jurídica aponta o Judiciário como um fator de instabilidade do direito dos credores (PINHEIRO, 2009; ARIDA, BACHA e LARA-RESENDE, 2005; LA PORTA *et al.*, 1998). Por outro lado, a segurança do crédito é condição para um arranjo de financiamento baseado no mercado de capitais. Para analisar o grau de segurança do crédito, foram examinados acórdãos coletados em dez tribunais, sendo os cinco Tribunais Regionais Federais (TRF), que são competentes para ações em que a CEF é parte, e cinco Tribunais de Justiça (TJ), situados nos estados que sediam os TRFs. A pesquisa foi constituída pelas seguintes palavras-chave de busca: “SFI”, “Sistema Financeiro Imobiliário”, “Alienação Fiduciária” e “9514/97”. Após a limpeza do banco de dados,<sup>3</sup> a amostra final contou com 1.007 decisões.<sup>4</sup> A definição da amostra atendeu aos requisitos de aleatoriedade e permitiu a formação de um número elevado de observações,

...

<sup>2</sup> Resultados desta pesquisa foram apresentados no artigo “Developmental State with Neoliberal Tools: A Portrait of the Brazilian Housing Financial System”, publicado na *Law and Development Review*, v. 12, 2019.

<sup>3</sup> A “limpeza” consistiu na exclusão da base de dados de todos os acórdãos cujo objeto de discussão não fosse o SFI. Pela pequena quantidade de ações versando sobre o tema, na maioria dos tribunais foi possível realizar esse procedimento de modo manual, através da leitura das ementas e dos resumos das decisões. Apenas um tribunal exigiu um procedimento diverso: o TJSP (com mais de 800 ações). Nesse caso, a amostra foi submetida a três filtragens. Os filtros foram aplicados nas ementas, utilizando o recurso de busca textual, na qual foram eliminados os acórdãos que não obtivessem no mínimo uma das quatro expressões empregadas, a saber: “SFI”, “Sistema Financeiro Imobiliário”, “Alienação Fiduciária” e “9514/97”.

<sup>4</sup> As datas de realização da pesquisa em cada um dos tribunais foram as seguintes: TJRJ – 31/07/2017; TJSP – 22/05/2017; TJDF – 31/05/2017; TJRS – 21/05/2017; TRF 1 – 10/04/2017; TRF 2 30/03/2017; TRF 3 – 05/04/2017; TRF 4 – 04/07/2017; TRF 5 26/05/2017. No TJPE não foram encontradas ações referentes ao tema escolhido, razão pela qual ele não aparece na lista e tampouco foi incluído nas demais

adequado para uma análise quantitativa de jurisprudência (SIRKIN, 2006). Com base nesse conjunto foi estabelecido um coeficiente, que mensura a segurança jurídica do crédito em cada um dos tribunais, tal como explicado na seção 3.3, “Avaliação do produto da reforma”.

O método qualitativo foi empregado para analisar, na forma de um estudo de caso (YIN, 2015), o teor da reforma ocorrida no setor habitacional. O estudo de caso pretendeu avaliar em que medida a reforma brasileira mostrou-se um caso típico, isto é, seguiu o padrão global de convergência para o mercado de capitais, ou apresentou características desviantes, com a prevalência de peculiaridades institucionais locais (SEAWRIGHT e GERRING, 2008). Para isso, foram adotados três parâmetros de análise: (i) a extensão resultante da participação da CEF na provisão de financiamento habitacional; (ii) a organização do *funding*, isto é, do modo de captação financeira do setor; e (iii) o teor de restrição ou de universalização dos novos dispositivos jurídicos, isto é, contratos e procedimentos de execução, para além dos limites do SFI.

A medida de participação da CEF e o tipo de *funding* são evidências que indicam o teor de mudança qualitativa introduzida pela reforma. O SFI foi concebido para suplantar a primazia dos bancos públicos e de seus correspondentes mecanismos de financiamento, daí a razão de se analisar em que termos esses instrumentos foram substituídos ou alterados. O terceiro item da análise, qual seja, o grau de universalização dos novos dispositivos de maneira voluntária para além do SFI, revela se as novas ferramentas ficaram confinadas às atuações dos novos entrantes ou se também alcançaram os incumbentes, notadamente a CEF. Esse dado indica se os agentes incumbentes, encarregados da política habitacional e, originalmente, sem apelo de mercado, também se beneficiaram da reforma. Para a reconstrução qualitativa foram utilizados dados públicos, como os disponibilizados pelo Banco Central (BC), dados obtidos pela Lei de Acesso à Informação e referências secundárias da literatura.

## 2. FINANCIAMENTO HABITACIONAL: MODELOS DE CONTRATO E TIPOS DE ORGANIZAÇÃO FINANCEIRA

O setor habitacional apresenta características críticas para o ambiente financeiro, em razão do longo prazo de maturação dos empréstimos, do valor dos empreendimentos e do perfil dos tomadores de recurso – indivíduos ou famílias, ou seja, agentes econômicos vulneráveis às oscilações econômicas. Em razão disso, Carneiro e Goldfajn (2000, p. 6-7) e Carneiro e Valpassos (2003, p. 6-7) mapeiam diversos tipos de riscos associados aos financiamentos habitacionais, como risco de crédito, risco de preço, risco de descasamento, risco de liquidez e risco de pré-pagamento.

...

análises. Pesquisas realizadas nos tribunais em datas posteriores ou anteriores a essas podem encontrar resultados diferentes.

Para mitigar parte desses riscos, a literatura identifica diferentes alternativas jurídicas, que são confeccionadas de maneira ajustada aos diversos ambientes econômicos dos países.<sup>5</sup> Como sintetizado em trabalho anterior (SCHAPIRO e PEREIRA, 2019), as alternativas jurídicas de organização dos sistemas de financiamento habitacional compreendem as regras contratuais e os desenhos regulatórios. As regras contratuais dispõem sobre os termos substantivos e processuais da relação de crédito estabelecida entre os tomadores e os credores. O desenho regulatório, por sua vez, determina o modo de organização da poupança, a forma de alocação dos recursos e o tipo de agente financeiro encarregado dessa intermediação.

Nas economias mais estáveis, pouco sujeitas a oscilações macroeconômicas, o contrato típico conta com taxas de juros fixas, de modo que as condições de amortização financeira são definidas no momento da celebração do ajuste. É o caso do modelo contratual habitacional prevalecente nos Estados Unidos, em que a hipoteca prevê juros fixos (*fixed-rate mortgage* – FRM) (LEA, 2009, p. 50-52). Nas economias menos estáveis, por sua vez, as taxas de juros fixas podem tornar o contrato muito rígido no longo prazo, e por isso a literatura identifica como mais adequadas às hipotecas com taxa variável (*adjustable-rate mortgage* – ARM) (LEA, 2009, p. 52-56). Por fim, nas economias muito vulneráveis e ainda mais instáveis, os tipos frequentes de hipoteca são aqueles duplamente reajustados, isto é, os que combinam taxas de juros variáveis com indexadores incidentes sobre os saldos contratuais. Nesse caso, os indexadores atualizam tanto o valor monetário das prestações como os saldos devedores (*dual index mortgage* – DIM). O limite desse modelo é que, se ambos os índices (o da prestação e o do saldo) não forem compatíveis, as amortizações mensais podem não ser capazes de liquidar a dívida contraída, tornando exorbitante a quitação do saldo devedor. Este foi um motivo preponderante da crise financeira que engolfou o BNH durante a hiperinflação brasileira (ARAGÃO, 2007).

Além das formas de reajuste, o outro elemento central dos contratos de financiamento, conforme assinalam Schapiro e Pereira (2019), é a execução da inadimplência, que assegura justamente a credibilidade do contrato. Há duas possibilidades de execução de um contrato inadimplente: a via judicial e a via extrajudicial. A literatura reconhece a primeira possibilidade como sendo prevalecente nos países desenvolvidos, onde o funcionamento das cortes é percebido como mais efetivo (CHIQUEIR, HASSLER e BUTLER, 2009, p. 106-112). Nesses casos, compete aos credores acionar os devedores por intermédio do Judiciário, instaurando, assim, um processo que resultará no pagamento da dívida ou na retomada do imóvel. Entre outros, são os casos dos Estados Unidos e do Reino Unido.

Nos países em desenvolvimento, por sua vez, a percepção de funcionamento inadequado das cortes, tidas como incertas e lentas, tem levado a um reformismo isomórfico, pelo qual

...

5 Para uma descrição a respeito, ver Lea (2009, p. 50-62).

tem se propagado o modelo de execuções extrajudiciais.<sup>6</sup> Como relatam Chiquier, Hassler e Butler (2009, p. 106-112), por meio dessa alternativa, que é verificada em países como a Croácia, o Sri-Lanka, o Paquistão e o Brasil, a execução da dívida ocorre por meio de notários, encarregados de notificar o devedor e de determinar a retomada do imóvel em um curto espaço de tempo. Nessas economias, o Judiciário tem deixado de ser uma instância de mediação para temas atinentes às hipotecas.

Embora as formas de execução sejam tipicamente matéria processual, sua conformação tende a estar associada aos diferentes desenhos substantivos das hipotecas. A execução judicial é convergente com um contrato de dívida em que o tomador do crédito se torna o proprietário do imóvel financiado, sendo o imóvel gravado como uma garantia real – por sua vez, atribuída ao credor, para assim assegurar o pagamento. O processo judicial de cobrança da dívida consistirá, portanto, na execução da garantia real. É o que ocorre em uma hipoteca convencional. Já a execução extrajudicial é convergente com uma variedade de hipoteca em que a propriedade do imóvel permanece com o credor, que faculta ao tomador do crédito o uso do imóvel. Essa modalidade é conhecida na literatura como “*lease-purchase contract*” (LEA, 2009, p. 50-62), ou, ainda, como alienação fiduciária, no Brasil.<sup>7</sup> Trata-se de uma variedade de hipoteca entendida como mais segura para os credores, porque, diante de um inadimplemento, basta ao credor consolidar a propriedade que já detinha provisoriamente. Nesse caso, em regra, a consolidação da propriedade ocorre por um procedimento extrajudicial. Como assinalam Chiquier, Hassler e Butler (2009, p. 106-111), ajustes dessa natureza têm sido utilizados em países em desenvolvimento, como Rússia, Tailândia, Turquia e Brasil.

Os tipos de contratos e suas respectivas formas de execução estão listados no Quadro 1, a seguir.

...

- 6 Dübel e Walley (2009, p. 148): “clearly, inability to enforce efficiently through the courts – and parallel absence of meaningful pre-foreclosure arrangements – is a main reason behind the predominance of lease-purchase contracts in many emerging markets. In Brazil, approximately three-quarters of new housing transactions take place through lease-purchase; in Egypt, the share is approximately 90 percent”.
- 7 Formalmente, a hipoteca e a alienação fiduciária são equivalentes: enquanto a alienação fiduciária estabelece uma propriedade resolutiva para o credor, a hipoteca assegura a esse agente uma garantia real, ou seja, uma garantia com validade universal, não apenas pessoal. No entanto, há diferenças entre as modalidades, que se revelam na forma de execução da garantia. Em síntese, no contrato hipotecário o *status quo* atribui o direito para o devedor e o ônus de ação para o credor; já na alienação fiduciária a relação é invertida, o ônus de ação é do devedor e o direito de proprietário é do credor.



QUADRO 1 – TIPOS DE CONTRATOS E FORMAS DE EXECUÇÃO

		GRAU DE ESTABILIDADE ECONÔMICA	
		ECONOMIAS ESTÁVEIS	ECONOMIAS INSTÁVEIS
EFETIVIDADE JUDICIAL	JUDICIÁRIO EFETIVO	CONTRATOS COM TAXAS FIXAS OU RENEGOCIÁVEIS	CONTRATO DUPLAMENTE INDEXADO (DIM)
		EXECUÇÃO JUDICIAL	EXECUÇÃO JUDICIAL
	JUDICIÁRIO NÃO EFETIVO	CONTRATOS COM TAXAS FIXAS OU RENEGOCIÁVEIS	CONTRATO DUPLAMENTE INDEXADO (DIM)
		EXECUÇÃO EXTRAJUDICIAL	EXECUÇÃO EXTRAJUDICIAL

Fonte: Elaboração dos autores.

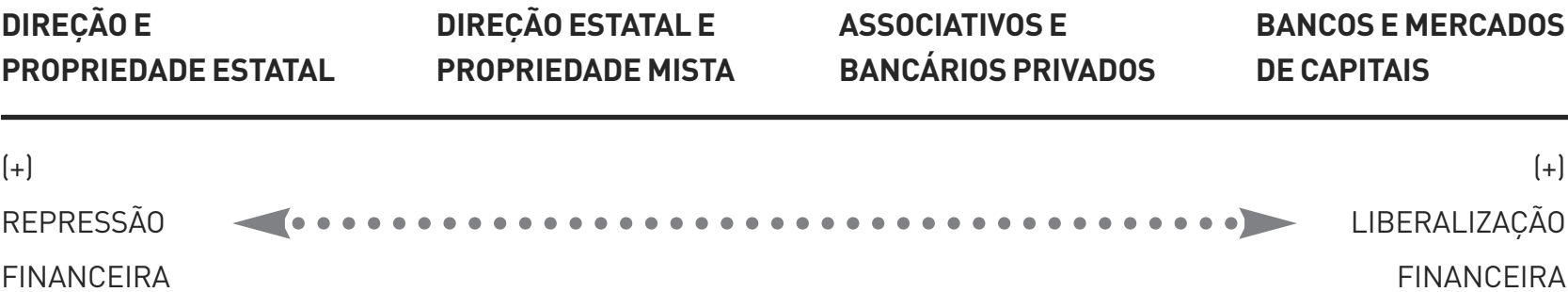
Os diferentes tipos de contrato de hipoteca são manejados no âmbito de diferentes arquiteturas regulatórias de organização financeira. Tais arranjos são constituídos por três elementos nucleares: o tipo de poupança, o tipo de alocação do crédito e o tipo de agente encarregado da intermediação financeira. Em termos tipológicos, há duas modalidades de poupança, a voluntária e a compulsória, sendo esta última baseada em uma extração forçada de recursos, de maneira semelhante ao que ocorre na arrecadação tributária, enquanto a poupança voluntária é aquela obtida pela liberdade de disposição dos poupadores. Do mesmo modo, o crédito também pode ser de dois tipos: alocado livremente, quando os agentes financeiros decidem sobre a sua aplicação com base em avaliações de risco e retorno; ou direcionado por leis e regulamentos, situação em que a destinação do crédito visa a atender finalidades de política pública (CALOMIRIS e HIMMELBERG, 1994). Por fim, os agentes encarregados da intermediação dos recursos entre poupadores e tomadores podem ser os bancos públicos, as associações de poupança e empréstimo, os bancos privados e o mercado de capitais (LEA, 2009, p. 29-47; CHIQUIER, HASSLER e LEA, 2009, p. 293-323; HASSLER e RENAUD, 2009, p. 247-275).

Tendo por base as descrições de Lea (2009, p. 29-47), Hassler e Renaud (2009, p. 247-261) e Green e Watcher (2007), pode-se organizar a composição desses elementos em uma escala contínua de quatro tipos de arranjos financeiros: (i) sistemas de direção e propriedade estatal; (ii) sistemas de direção estatal e propriedade mista; (iii) sistemas associativos e bancários privados; e (iv) sistemas de integração entre bancos e mercados de capitais. Nessa escala, os tipos de organização são dispostos entre as extremidades de maior repressão e de maior liberalização financeira. A maior repressão financeira significa um arranjo com maior direção estatal na organização da poupança, no direcionamento da alocação dos recursos e na

intermediação entre poupadores e tomadores. *A contrario sensu*, o arranjo dotado de maior liberdade financeira é aquele em que a poupança, a alocação e a intermediação são baseadas na autonomia privada.

Os tipos de sistemas financeiros são apresentados no Quadro 2, a seguir.

QUADRO 2 – TIPOS DE SISTEMAS FINANCEIROS



Fonte: Elaboração dos autores.

O sistema de direção e propriedade estatal conta com a intermediação financeira conduzida por um banco público, com uma base financeira proveniente da poupança compulsória e com a alocação direcionada dos recursos. A destinação financeira não é mediada pelos critérios de risco e de retorno, mas sim pelas opções de política assentadas nas respectivas balizas normativas das autoridades monetárias. Nesse modelo, a poupança não só é obtida de maneira compulsória, como o custo de sua utilização é disciplinado por taxas de juros definidas pelas autoridades monetárias (taxas discricionárias), com valores usualmente inferiores aos de mercado. Com isso, esse arranjo conta com menor restrição de *funding* (detém maior elasticidade financeira). Por outro lado, o modelo pode sujeitar-se a alocações financeiras distorcidas e, no limite, apresentar problemas de inadimplência decorrentes do direcionamento político do crédito.

O sistema de direção estatal e propriedade mista consiste em um direcionamento do crédito por meio das autoridades monetárias, mas a sua intermediação é feita por bancos públicos ou privados. Nesse arranjo, estão presentes ambas as formas de poupança: a voluntária e a compulsória. A viabilidade do direcionamento dos recursos com o uso de poupança voluntária impõe um maior cuidado no manejo das regras de direcionamento, já que esses recursos demandam um retorno competitivo. Nesse modelo também há propensão à elasticidade, em virtude da composição dos recursos de poupança, que contam com uma base ampla (compulsórios e voluntários). Apesar disso, o seu funcionamento pode igualmente sujeitar-se aos problemas de distorção na alocação financeira e, ademais, os imperativos de retorno apresentados pela poupança voluntária podem condicionar um direcionamento regressivo

do crédito, com o atendimento a uma clientela com maior poder aquisitivo em detrimento de consumidores mais pobres.

Diferentemente dos modelos anteriores, o sistema associativo e bancário conta com poupança voluntária e com a alocação livre do crédito. Nesse arranjo, há dois tipos de intermediários: as associações e os bancos, cujas diferenças implicam em maior ou menor restrição financeira. As associações de poupança e empréstimo têm seu *funding* baseado nas disponibilidades de seus associados, e a aplicação dos recursos atende prioritariamente às demandas de financiamento desses sócios. Em comparação aos modelos anteriores, as associações de poupança e empréstimo enfrentam maiores restrições financeiras (menor elasticidade), na medida em que sua base de poupança é restrita a seus associados. Por essa razão, uma alternativa a essas associações são os bancos, que igualmente contam com poupança voluntária e alocação livre, mas se sustentam em uma base financeira mais diversificada. Os bancos tendem a vivenciar menores riscos de *mismatch* financeiro<sup>8</sup> do que as associações. Mesmo assim, eles também padecem de restrições financeiras em algum nível, já que os depósitos são de curto prazo, e os empréstimos (sobretudo habitacionais), de longo prazo.

Por último, o quarto tipo de arranjo financeiro é o de integração entre os bancos e o mercado de capitais. Nesse modelo, os contratos de financiamento bancário, estruturados por meio de hipotecas, são securitizados, ou seja, são cedidos a companhias securitizadoras, as quais emitem valores mobiliários lastreados no crédito a ser recebido pelos bancos. Com isso, a operação original de crédito habitacional, estabelecida entre o tomador e o banco, gera um mercado secundário de títulos, que conta com a negociação entre a securitizadora e os investidores. A integração do crédito bancário com um mercado secundário representa um ganho de elasticidade financeira para os provedores de capital, porque a capacidade de empréstimo dos bancos não fica restrita à sua própria base financeira. Nesse arranjo, a cessão do crédito para a securitizadora funciona como uma fonte alternativa de *funding*. Em relação ao arranjo anterior, o modelo de integração conta, portanto, com maior diversificação das fontes financeiras. Já em contraste com os primeiros arranjos, baseados na direção estatal, o modelo de mercado pode garantir uma alocação menos distorcida por critérios de política. Por outro lado, pode incorrer em uma autonomização exacerbada da operação financeira, em razão da busca de retorno, relegando o financiamento real das habitações a um segundo plano.

A efetividade dos contratos, garantida pelos desenhos adequados de taxas de juros, de segurança do crédito e de execução da dívida, nos termos descritos anteriormente, é um elemento

...

8 O *mismatch* financeiro é o desencontro entre o longo prazo de retorno dos recursos disponibilizados pelas instituições financeiras e a necessidade presente de liquidez dessas instituições para saldar as operações financeiras atuais.

indispensável para todas essas modalidades organizacionais, na medida em que a inadimplência é um problema para a sustentabilidade de todos os sistemas financeiros. No entanto, quanto mais os arranjos afastam-se da repressão financeira e aproximam-se da liberalização, mais relevantes passam a ser os atributos de segurança do crédito. Na integração com o mercado de capitais, em particular, a segurança do retorno é uma variável crítica, já que toda a cadeia de financiamento está estruturada na expectativa de retorno dos recebíveis. Por isso, as reformas financeiras tendentes à liberalização são associadas a reformas jurídicas de segurança do crédito, tendo como objeto o desenho das garantias contratuais e a forma de execução dos inadimplentes. Foi o que aconteceu no Brasil, com o SFI.

### **3. REFORMA HABITACIONAL BRASILEIRA: CRISE DO SFH E CRIAÇÃO DO SFI**

Em sintonia com a globalização dos mercados de capitais, o sentido das reformas institucionais ocorridas nos arranjos habitacionais de diversos países foi o de favorecer uma transição de sistemas financeiros estatais ou daqueles baseados em associações e bancos locais para configurações dotadas de maior liberalização financeira. Com isso, os sistemas financeiros habitacionais, originalmente dirigidos ou segmentados em circuitos privados e estreitos, foram desregulados e orientados para uma aproximação com os canais de financiamento do mercado de capitais. As seções a seguir reconstroem a reforma brasileira, destacando os instrumentos jurídicos de segurança do crédito que foram introduzidos pelas Leis n. 9.514/1997 e n. 10.931/2004. Além disso, a seção 3.3 apresenta uma avaliação do produto da reforma, em termos de segurança jurídica, e de seu resultado, em termos da mudança do modo de financiamento.

#### **3.1. ANTECEDENTES DA REFORMA: DO SFH AO SFI**

Na história habitacional brasileira, o período anterior ao SFI tinha outro protagonista, o SFH, de cujos limites resultou o esforço reformista dos anos 1990 e 2000. O SFH havia sido instituído em 1964, com a promulgação da Lei n. 4.380, e apresentava as características de um sistema financeiro de direção e propriedade mista, contando com contratos de hipoteca, duplamente indexados.

O *funding* do SFH decorria de duas modalidades paralelas de poupança: a voluntária e a compulsória. A voluntária, prevista pela Lei n. 4.380/1964, contava com recursos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) – caderneta de poupança e letras imobiliárias. A poupança compulsória, por sua vez, foi constituída pelos recursos do FGTS, instituído pela Lei n. 5.107/1966. Nesse caso, o montante arrecadado tinha uma origem obrigatória, por meio de uma extração de natureza parafiscal sobre a renda dos trabalhadores. Os recursos do SFH, tanto os voluntários como os compulsórios, eram alocados para a habitação, de maneira dirigida, pelos bancos estatais e pelas instituições financeiras privadas, como as sociedades de crédito imobiliárias.



Tanto os bancos estatais como as instituições privadas estavam sujeitos à governança de uma entidade de cúpula, o Banco Nacional da Habitação (BNH). Como explica Aragão (2007), que foi o último presidente do BNH, competia ao banco uma miríade de funções, que incluíam atribuições regulatórias, de fomento e o exercício de autoridade monetária. Como regulador, competia-lhe o monitoramento do direcionamento do crédito para habitação, ou seja, a obrigação de que um percentual mínimo das poupanças (voluntárias e compulsórias) fosse dirigido para o financiamento habitacional. Nesse papel, também cabia ao BNH toda a regulação do setor, incluindo autorizações para a emissão de letras hipotecárias e a disciplina da correção monetária dos contratos. Na qualidade de banco de fomento, o BNH garantia recursos para habitação popular, emprestando montantes para as companhias estaduais e municipais de habitação (Cohabs), e também repassava recursos para os bancos privados, funcionando, assim, como um banco de segunda linha. Nessa função de fomento, também financiava investimentos públicos em infraestrutura urbana, notadamente no setor de saneamento. Por fim, cabia ainda ao BNH atuar como uma espécie de autoridade monetária da habitação, desempenhando o papel de um emprestador de última instância, uma vez que provia liquidez às instituições financeiras do sistema – função típica do BC (ARAGÃO, 2007).

Dados apresentados por Royer (2009, p. 65) revelam que, entre 1964 e 1986, esse arranjo financiou cerca de 4,5 milhões de unidades. A título de comparação, as iniciativas anteriores de financiamento habitacional, como os Institutos de Previdência (IAPs) e a Fundação da Casa Popular (FCP), vigentes entre 1930 e 1964, deram ensejo a cerca de 170 mil unidades residenciais, novas ou usadas (ARAGÃO, 2007).

Em comparação com os IAPs e a FCP, o SFH apresentava inovações institucionais relevantes. Destaca-se, em especial, a previsão da correção monetária, na forma de uma dupla indexação (*dual index mortgage*), incidente sobre as prestações e sobre o saldo devedor, e o fato de o SFH contar com uma estrutura financeira perene, amparada nos sistemas de poupança, e que, portanto, era extraorçamentária. Ambas as inovações procuravam contornar os problemas financeiros que haviam limitado a capacidade dos IAPs e da FCP, notadamente a corrosão inflacionária e os contingenciamentos orçamentários (ARAGÃO, 2007, p. 66-76).

Nos anos 1980, todavia, em razão da política salarial e da aceleração inflacionária, houve um descompasso entre o reajuste dos salários e o dos financiamentos habitacionais, o que paulatinamente comprometeu a sustentabilidade financeira do sistema. Nem mesmo as cláusulas de correção foram capazes de manter o equilíbrio do SFH. O ponto agudo da crise veio com a judicialização do conflito entre os mutuários e o BNH, que gerou um contencioso de massa, uma verdadeira batalha judicial, nos termos de Aragão (2007, p. 276-429). As decisões firmaram o entendimento contrário às regras de correção monetária empregadas pelo banco e inviabilizaram a sequência de sua atividade. Tanto o Tribunal Federal de Recursos como, depois, o Superior Tribunal de Justiça (STJ) decidiram em favor do princípio *pacta sunt servanda* e descartaram a legalidade da correção monetária definida pelo BNH nos anos 1980, chegando a questionar inclusive o seu poder normativo (ARAGÃO, 2007, p. 276-429).

Assolado por um passivo financeiro expressivo, ocasionado pelas perdas acumuladas com a elevada inflação contabilizada no período, o BNH foi extinto em 1986 (AZEVEDO, 1988, p. 108-109).

Com isso, no plano do desenho institucional, o SFH seguiu à deriva, com suas atribuições sendo paulatinamente realocadas no bojo do sistema financeiro (Decreto-lei n. 2.291/1986) – a CEF herdou as atribuições do BNH de banco de desenvolvimento urbano, o Conselho Monetário Nacional (CMN) passou a desempenhar as funções regulatórias do setor e o BC concentrou as atividades de prestador de última instância.

Já no plano das relações sociais, segundo relata Maricato (1998), o fim do BNH deu causa a uma rearticulação dos diversos setores da sociedade, ombreando empresários, sindicatos, movimentos populares e associações, que se mobilizaram para influir na definição de uma nova proposta de política para o setor. Em razão da ausência de modelos, o início dos anos 1990 apresentou-se como uma fértil conjuntura para o segmento habitacional, na qual interesses dos mais distintos estavam contrapostos e em debate com vistas à constituição de um novo marco regulatório (MARICATO, 1998).

Entretanto, a despeito da densidade política e da pluralidade de visões que movimentava a disputa pela definição da nova política habitacional, a agenda institucional resultante deu causa a um vetor de reforma mais estreito (MARICATO, 1998). As múltiplas tensões estabelecidas entre os diversos grupos de interesse, como os setores da moradia popular, da construção civil, da reforma urbana e do sistema financeiro, foram equacionadas em uma proposta orientada a promover os interesses vinculados ao mercado, imobiliário e mobiliário. A marca mais importante dessa transição foi a aprovação, em uma tramitação relativamente rápida, de uma proposta patrocinada pela Abecip. Projetava-se, assim, um novo rumo para o financiamento habitacional e imobiliário. A proposta de reforma nascia seguindo uma interação de agentes locais, mas seus mecanismos apresentavam franca sintonia com reformas similares ocorridas naquele contexto em diversos outros países em desenvolvimento.

### 3.2. A REFORMA E AS ENGRENAGENS DO SFI

Foi diante desse panorama que, em 1997, o financiamento habitacional foi objeto de uma ampla reorganização, da qual resultou a instituição do SFI, paralelamente à manutenção do SFH, cujas regras e cujos modelos contratuais seguiram em vigência, sugerindo uma estratégia de reforma econômica gradual, por camadas, nos termos de Streeck e Thelen (2005, p. 16-33), como será discutido a seguir.

O objetivo principal era constituir bases institucionais alternativas às do SFH, de modo a favorecer uma organização de liberalização financeira, com as seguintes características:

...

9 Para uma descrição a respeito, ver Royer (2009), Carneiro e Valpassos (2003), Fix (2011) e Gomes (2015).

(i) articulação entre os financiamentos imobiliários e as atividades do mercado de capitais;<sup>9</sup> (ii) liberdade de contratação entre as partes, sem a previsão de limites regulatórios para as taxas de juros; (iii) ausência de disposições de direcionamento do crédito e de recursos compulsórios de poupança (CARNEIRO e VALPASSOS, 2003). A seguinte passagem da exposição de motivos do projeto de lei, que resultou na Lei n. 9.514/1997, sintetiza o modelo:

O presente projeto de lei orienta-se segundo as diretrizes de desregulamentação da economia e modernização dos instrumentos e mecanismos de financiamento à atividade produtiva. Seu objetivo fundamental é estabelecer as condições mínimas necessárias ao desenvolvimento de um mercado de financiamento imobiliário, para o que se criam novos instrumentos e mecanismos que possibilitam a livre operação do crédito para o setor e a mobilização dos capitais necessários à sua dinamização. Destaca-se a criação da figura de um novo título de crédito, característico e destinado às operações do mercado secundário. A criação da figura desse novo título vem acompanhada da definição das condições legais para a efetiva securitização de créditos imobiliários, previstos rigorosos mecanismos de segurança e proteção ao investidor. Dessa forma, abrem-se perspectivas inéditas para o funcionamento de um mercado secundário de créditos imobiliários e a estruturação de operações de captação de recursos capazes de robustecer grandemente o financiamento habitacional. (BRASIL, 1997, p. 23-24)

A conjugação entre o financiamento imobiliário e o mercado de capitais demandou a constituição de um padrão de segurança jurídica mais robusto do que o disponível nas regras gerais de propriedade e contrato existentes. Promulgada no conjunto de uma série de iniciativas de promoção do mercado de crédito, como destaca Fabiani (2011), a Lei n. 9.514/1997 instituiu a alienação fiduciária para bens imóveis, oferecendo, assim, mais garantias aos credores. Com isso, o financiador do empreendimento passou a ser o proprietário do bem imóvel, com uma condição resolutiva: se e quando a dívida de aquisição do imóvel for paga, essa propriedade se resolve em benefício do adquirente do imóvel. No entanto, se a dívida não for paga, o financiador toma a propriedade do bem imóvel, devendo levá-lo a leilão e aliená-lo em evento aberto ao público.<sup>10</sup>

No desenho da reforma, o reforço de segurança jurídica obtido pela alienação fiduciária foi incrementado por outros dois dispositivos jurídicos. O primeiro deles é o regime fiduciário, que teve ainda um desdobramento com a criação do patrimônio de afetação. O segundo dispositivo é a forma de execução da inadimplência e de contestação judicial, do que resulta uma restrição do Judiciário como arena de mediação dos interesses.

...

<sup>10</sup> Arts. 26 e 27 da Lei n. 9.514/1997.

O regime fiduciário é previsto no art. 9º da Lei n. 9.514/1997.<sup>11</sup> Por essa disciplina, os títulos emitidos pelas companhias securitizadoras, com base nos contratos imobiliários, podem ser declarados unilateralmente como negócios fiduciários, isto é, as suas obrigações destacam-se do conjunto patrimonial da companhia. Assim, os títulos adquirem uma proteção contra problemas de solvência da securitizadora, ou seja, os seus eventuais compradores não estarão sujeitos a um concurso de credores se a companhia vier a sofrer um processo falimentar. Uma lógica semelhante aplica-se ao patrimônio de afetação, instituído pela Lei n. 10.931/2004 (ROYER, 2009, p. 117-121). O instituto, introduzido como uma reação à falência de uma grande incorporadora, a Encol, garante a segregação dos empreendimentos imobiliários em relação ao patrimônio da construtora e da incorporadora. Com isso, o empreendimento imobiliário e seus beneficiários, sejam eles os adquirentes ou os demais investidores (compradores de títulos financeiros lastreados nesses contratos), são salvaguardados na hipótese de eventual falência das empresas de construção e incorporação (ROYER, 2009, p. 117-121).

A garantia de propriedade do credor e dos investidores, decorrente do contrato de alienação fiduciária e do regime fiduciário, foi reforçada pelo processo de execução da inadimplência. A Lei n. 9.514/1997 manteve as bases de um procedimento previsto no Decreto-lei n. 70, que estabelece uma execução extrajudicial do devedor. No caso de inadimplência do tomador do recurso, ele será intimado pelo oficial de registro de imóveis para quitar a dívida no prazo de 15 dias. Caso não o faça, a propriedade é consolidada em nome do credor, que em 30 dias deve levar o imóvel a leilão em hasta pública e submetê-lo a até dois leilões.<sup>12</sup>

A exclusão do Judiciário do processo de execução foi ainda robustecida pelo art. 50 da Lei n. 10.931/2004, que estabeleceu uma barreira à entrada para a judicialização dos financiamentos habitacionais. Trata-se da regra do “valor incontroverso”, segundo a qual, se houver controvérsia no valor devido, os valores incontroversos não podem ter seu pagamento paralisado, e a contenda judicial deve se ater apenas ao valor controvertido. Segundo essa norma (art. 50), compete ao autor estabelecer, na petição inicial, sob pena de inépcia, quais são os valores incontroversos, devendo ainda depositar o valor controvertido. Ademais, como assinala Gomes (2015), o art. 50 é reforçado pelo art. 49 da mesma lei. Enquanto o art. 50 limita o acesso ao Judiciário, impondo ao autor (devedor do financiamento) o ônus do pagamento do valor incontroverso, o art. 49 dispõe que a eventual medida liminar, que tenha sido concedida em favor do devedor, pode ser revogada, caso ele não pague tempestivamente os valores

...

11 Para uma boa descrição a respeito, ver Gomes (2015).

12 Diferentemente do contrato de hipoteca previsto na Lei n. 4.380, na alienação fiduciária o valor arrecadado no leilão quita a dívida, mesmo se o montante recebido pelo credor for menor que o saldo devedor — é uma modalidade *non-recourse loan*.



incontroversos. Ao limitar o uso do Judiciário como arena de proteção dos devedores, os marcos reguladores do SFI procuraram se afastar do precedente institucional do BNH, que padeceu em função de uma judicialização de seus contratos. O Quadro 3, a seguir, resume as principais disposições introduzidas pelo SFI.

QUADRO 3 – NOVOS DISPOSITIVOS JURÍDICOS

	SFH (PRÉ-REFORMA)	SFI
REGRAS SUBSTANTIVAS	HIPOTECA CONVENCIONAL	ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA
	–	REGIME FIDUCIÁRIO
REGRAS PROCESSUAIS	RETOMADA JUDICIAL DO BEM (EVENTUALMENTE EXTRAJUDICIAL)	RETOMADA EXTRAJUDICIAL DO BEM
	JUDICIÁRIO OCUPAVA PAPEL-CHAVE NA MEDIAÇÃO DOS CONFLITOS	BARREIRAS À ENTRADA NO JUDICIÁRIO

Fonte: Elaboração dos autores.

Como assinalado, o reforço substantivo e processual da segurança dos credores está associado ao modelo de *funding* projetado pela Lei n. 9.514/1997. No lugar do SBPE e do FGTS, o desenho do SFI propugnava a formação de um mercado de hipotecas, de modo que os contratos imobiliários serviriam de lastro para a emissão de valores mobiliários, de cuja comercialização em mercado adviriam os recursos para novos empreendimentos. Nessa operação, um contrato de financiamento feito por um banco é cedido onerosamente para uma companhia securitizadora, que, por meio de um termo de securitização, emite um Certificado de Recebível Imobiliário (CRI) – a ser oferecido no mercado de capitais. A exposição de motivos do então projeto de lei explicava o modelo de *funding* proposto:

O *funding* primário para essas operações consistirá de recursos que as entidades mencionadas captam no mercado financeiro e de valores mobiliários, mediante instrumentos próprios, dentre os quais se incluem letras hipotecárias e debêntures. Essas entidades poderão realizar financiamentos imobiliários em geral, segundo condições de mercado, utilizando, para tanto, as modalidades contratuais já tipificadas no ordenamento civil e comercial. [...] Para alavancar o mercado secundário de créditos imobiliários, o

projeto de lei ora apresentado define uma nova modalidade de empresa – a companhia securitizadora imobiliária, organizada sob a forma de sociedade por ações, segundo modelo adotado com sucesso em outros países. Essa companhia irá operar mediante aquisição de créditos imobiliários junto às empresas originadoras desses créditos, isto é, aquelas que operam na realização de empréstimos para a aquisição ou produção de imóveis. (BRASIL, 1997, p. 24)

A variável crítica desse arranjo, portanto, é a segurança do contrato de financiamento. Se houver uma inadimplência elevada das dívidas bancárias, o fluxo de pagamentos dos recebíveis aguardado pelos compradores de CRIs ficará aquém de suas expectativas. A consequência disso é o menor interesse na aquisição de novos CRIs pelos investidores e, portanto, o menor interesse das securitizadoras na aquisição das dívidas bancárias. A próxima seção procurará testar a efetividade das inovações jurídicas, avaliando o quanto os tribunais são responsivos à segurança do crédito.

### 3.3. AVALIAÇÃO DO PRODUTO DA REFORMA

A avaliação da reforma habitacional no que tange a seu produto, isto é, à provisão da segurança jurídica para o credor, foi realizada por meio de uma análise das respostas judiciais obtidas pelas disputas entre credores e devedores. A análise da segurança jurídica não se preocupou em avaliar a consistência das decisões dos tribunais, ou seja, não se dedicou a avaliar se as cortes são fiéis a seus precedentes ou se julgaram com qualidade dogmática. O propósito foi o de mensurar o quanto da promessa legislativa de segurança jurídica aos credores tem sido confirmada pelos tribunais.

Nesse sentido, um primeiro passo da análise diz respeito ao montante de recursos encontrados nos tribunais. Em razão das severas limitações de acesso ao Judiciário, estabelecidas pelas leis da reforma habitacional, como a execução extrajudicial e a disciplina do incontrolado, a expectativa era a de que o montante da judicialização dessa política pública fosse comparativamente menor do que o encontrado em outras áreas de direitos sociais. Essa hipótese foi confirmada: apesar da norma constitucional, disposta no art. 5º, inciso XXXV, que garante amplo acesso ao Judiciário, e por isso poderia representar uma limitação aos propósitos das leis habitacionais, o número de recursos encontrados – 1.007 – em 20 anos não parece ser elevado. Esta é uma primeira indicação de que a política de segurança jurídica das leis habitacionais teve êxito ao estabelecer “barreiras à entrada” ao Judiciário.

Entre esses 1.007 recursos, dois tipos de ação são proeminentes, representando um montante superior a 90% do banco de dados: agravos de instrumento e apelações cíveis.<sup>13</sup> Os

...

<sup>13</sup> Os demais tipos de ações foram descartados da análise.

agravos e as apelações foram divididos em dois grandes conjuntos: (i) o de recursos interpostos pelos bancos (credores), isto é, recursos em que as instituições financeiras figuravam no polo ativo da ação proposta para a decisão dos tribunais; e (ii) o de recursos interpostos pelos devedores, isto é, recursos em que os bancos figuravam como polo passivo da ação proposta para a decisão dos tribunais.

O fato de a instituição financeira figurar no polo ativo ou no polo passivo nos recursos encontrados nos tribunais é um indicador de sucesso (banco recorrido) ou de insucesso (banco recorrente) do credor na primeira instância, que, em sua maior parte, decide sobre ações de impugnação da execução do bem ou da realização do leilão. Assim, a segunda hipótese da análise era a de que a posição mais frequente seria aquela em que o banco figurasse no polo passivo no tribunal, o que indicaria o seu êxito na primeira instância. Além disso, também era esperado que, na segunda instância, no tribunal, a decisão obtida fosse favorável ao credor, ou seja, decisões pela improcedência no caso de recursos interpostos pelos devedores e decisões pela procedência no caso de recursos interpostos pelos bancos.

Os dados coletados sustentam essa segunda hipótese. Conforme indica o Quadro 4, a seguir, os bancos figuram majoritariamente no polo passivo, tanto no caso dos agravos como no das apelações. No caso dos agravos, os bancos figuraram como recorridos em 341 recursos, contra 101 em que foram recorrentes. Entre as apelações, o quadro se repetiu: os bancos foram apelantes em 99 casos e apelados em 466.

Por fim, o resultado obtido nos tribunais também evidencia uma primazia dos credores sobre os devedores. Entre os 442 agravos analisados, os bancos obtiveram êxito em 287 decisões, contra 155 resultados positivos dos devedores, uma taxa de êxito de aproximadamente 65%. Entre as 565 apelações, os bancos foram vencedores em 433 decisões, contra 132 recursos favoráveis aos devedores, uma taxa de sucesso de 76%.

QUADRO 4 – RECURSOS DE BANCOS

		AGRAVOS (AG)				APELAÇÕES (AP)			
		BANCO RECORRENTE		BANCO RECORRIDO		BANCO RECORRENTE		BANCO RECORRIDO	
TRIBUNAIS	N.	PROVIDO	NÃO	PROVIDO	NÃO	PROVIDO	NÃO	PROVIDO	NÃO
TRF-1	46	0	0	0	1	2	7	7	29
TRF-2	198	4	2	2	25	6	8	16	135
TRF-3	255	9	14	4	112	1	9	3	103

(continua)

TRIBUNAIS	N.	AGRAVOS (AG)				APELAÇÕES (AP)			
		BANCO RECORRENTE		BANCO RECORRIDO		BANCO RECORRENTE		BANCO RECORRIDO	
		PROVIDO	NÃO	PROVIDO	NÃO	PROVIDO	NÃO	PROVIDO	NÃO
TRF-4	300	4	12	60	83	7	28	18	88
TRF-5	40	2	2	1	4	3	4	4	20
TJSP	150	13	35	21	26	6	9	12	28
TJRJ	5	0	0	0	0	1	4	0	0
TJRS	6	4	0	1	0	0	0	0	1
TJDF	7	0	0	1	0	2	2	1	1
		36	65	90	251	28	71	61	405
		101	341	99	466				
<b>TOTAL</b>	1.007	442				565			

Fonte: Elaboração dos autores.

Além de uma análise geral sobre as decisões, a avaliação da segurança jurídica também foi realizada por uma segunda medida, qual seja, um coeficiente de segurança, com a finalidade de ponderar as posições de cada um dos tribunais. O coeficiente de segurança oferece uma métrica mais objetiva de mensuração para a segurança jurídica do crédito por tribunal.

O coeficiente considera como elemento negativo o fato de uma ação ter sido proposta e como elemento positivo a existência de uma decisão favorável à instituição financeira. A existência de uma ação é um elemento negativo porque indica a inclusão do Judiciário em um modelo desenhado para evitar a judicialização do financiamento. O índice é estruturado pelos quatro elementos a seguir:

**a) Taxa de Litigiosidade Ativa do Tribunal (TLA):** obtida pela razão entre o total de recursos em que as instituições financeiras são polo ativo e a quantidade de recursos (agravos/apelações) de um mesmo tribunal, cujo tema é o SFI. Essa taxa mensura o quanto os bancos litigaram no polo ativo pelo SFI no tribunal e indica um comportamento



anormal em função da expectativa estipulada de que os credores não precisariam recorrer ao Judiciário para fazer valer o seu direito.

**b) Taxa de Litigiosidade Passiva do Tribunal (TLP):** obtida pela razão entre o total de recursos em que as instituições financeiras são polo passivo e a quantidade de recursos (agravos/apelações) de um mesmo tribunal, cujo tema é o SFI. Essa taxa mensura o quanto os bancos litigaram no polo passivo pelo SFI no tribunal.

**c) Taxa de Sucesso Ativa (TSA):** obtida pela razão entre o total de recursos (agravos/apelações) julgados favoravelmente às instituições financeiras, quando elas foram proponentes do recurso (proponente), em relação ao total de recursos no tribunal em que os bancos foram proponentes. Esse índice busca mensurar, no tribunal, a quantidade de recursos em que os bancos foram vitoriosos, tendo como parâmetro a quantidade de recursos propostos pelos próprios bancos.

**d) Taxa de Sucesso Passiva (TSP):** obtida pela razão entre o total de recursos (agravos/apelações) julgados favoravelmente às instituições financeiras, quando elas foram o polo passivo do recurso, em relação ao total de recursos no tribunal em que os bancos foram recorridos. Esse índice busca mensurar a quantidade de recursos em que os bancos foram derrotados, tendo como parâmetro a quantidade de recursos propostos contra os bancos.

Assim, os índices (a) e (b) mensuram, em cada tribunal, o grau de judicialização do SFI, levando em consideração a participação das instituições financeiras na ação judicial, seja no polo ativo ou passivo. Os indicadores (c) e (d) mensuram qual a taxa de sucesso nas ações em que os bancos são parte, já que não foi possível evitar a judicialização. A expectativa era a de que a taxa de sucesso dos bancos fosse superior à taxa de insucesso. Estabelecidos os indicadores, o cálculo do coeficiente de insegurança jurídica no SFI é dado por:

**Coeficiente de insegurança do SFI:  $(TLA - TSA) + (TLP - TSP)$   
 $\ast (TLA \text{ e } TLP > 0)$**

Cada um dos indicadores (a; b; c; d) vai de 0 a 1 (zero a um). Logo, o coeficiente de insegurança do SFI varia em uma escala que vai de -2 (menos dois) até 2 (dois).<sup>14</sup> Quanto mais

...

<sup>14</sup> Como a regra de validade da equação é que TLA e TLP sejam maiores do que zero, sabemos que o valor máximo nunca atingirá exatamente os valores máximos -2 ou 2; podendo, matematicamente e em situações

próximo de -2, maior a segurança do credor (mais seguro é o tribunal), ao passo que, quanto mais próximo de 2, menor a segurança do credor (mais inseguro é o tribunal). A escala de qualificação está detalhada no Quadro 5, a seguir. Com base nele e nos valores obtidos no cálculo do coeficiente de segurança, os tribunais foram classificados em um dos seguintes sete tipos: extremamente seguro; muito seguro; seguro; relativamente seguro; inseguro; muito inseguro; extremamente inseguro (Quadro 6).

QUADRO 5 – **ESCALA DE QUALIFICAÇÃO DO COEFICIENTE DE INSEGURANÇA**

VALOR	QUALIFICAÇÃO
[-2 ATÉ -1,5]	CRÉDITO EXTREMAMENTE SEGURO (MENOR INSEGURANÇA)
]-1,5 ATÉ -1,0]	MUITO SEGURO
]-1 ATÉ 0]	SEGURO
]0 ATÉ 0,5]	RELATIVAMENTE SEGURO
]0,5 ATÉ 1,0]	INSEGURO
]1,0 ATÉ 1,5]	MUITO INSEGURO
]1,5 ATÉ 2]	EXTREMAMENTE INSEGURO (MAIOR INSEGURANÇA)

Fonte: Elaboração dos autores.

...

extremas, no máximo alcançar um valor muito próximo desses limites. Entretanto, optamos por estabelecer esses limites fictícios por sua proximidade com os valores passíveis de serem atingidos e para facilitar a interpretação do coeficiente.

QUADRO 6 – CLASSIFICAÇÃO DA SEGURANÇA JURÍDICA DOS TRIBUNAIS

TRIBUNAIS	TOTAL DE AÇÕES	COEFICIENTE DE INSEGURANÇA JURÍDICA	QUALIFICAÇÃO
TJRJ	5	0,80	INSEGURO
TJRS	6	-0,50	SEGURO
TJDF	7	0,17	RELATIVAMENTE SEGURO
TRF-5	40	-0,28	SEGURO
TRF-1	46	-1,20	MUITO SEGURO
TJSP	150	0,08	RELATIVAMENTE SEGURO
TRF-2	198	-0,40	SEGURO
TRF-3	255	-0,27	SEGURO
TRF-4	300	0,09	RELATIVAMENTE SEGURO

Fonte: Elaboração dos autores.

Como é possível extrair da leitura do quadro, dos nove tribunais, cinco garantem segurança para as instituições financeiras, e, deles, quatro são TRFs, com destaque para o TRF-1, considerado muito seguro. Esses tribunais concentram, juntos, mais de 53% das ações. Como os litígios que envolvem a CEF são de competência do TRF, e não dos TJs, é possível afirmar que a CEF possui segurança jurídica para realizar as suas transações. A única exceção foi TRF-4, que, de acordo com os valores da escala, figurou na classificação como “relativamente seguro”, mas com um valor de coeficiente muito baixo (0,09), situando-o muito próximo do limiar “seguro”.

Também com um valor de coeficiente de insegurança muito baixo (0,08), igualmente próximo do limiar “seguro”, figura o TJSP. O estoque do TRF-4 somado ao do TJSP indica que 44% dos recursos transcorreram em um ambiente “relativamente seguro” e muito próximo da marca “seguro”. Assim, pode-se entender que os bancos litigaram com moderada ou alta segurança jurídica em aproximadamente 97% dos recursos envolvendo o SFI, e, nesse universo, em 53% dos recursos a segurança jurídica atinge o “seguro” e o “muito seguro”.

### 3.4. AVALIAÇÃO DO RESULTADO DA REFORMA

Percorrida a descrição do produto da reforma, esta seção avalia o seu resultado institucional, ou seja, volta-se a analisar o grau de privatização do financiamento habitacional. Embora a introdução do SFI não tenha revogado o SFH, o propósito da reforma era o de que essa dualidade viesse a ser diluída em função de uma expansão do SFI, resultando em um novo arranjo institucional.

Para análise qualitativa, foram adotados três parâmetros: (i) a participação da CEF na provisão de financiamento habitacional, pós-introdução do SFI; (ii) a mudança ou a manutenção do tipo de *funding*; (iii) o grau de universalização ou de restrição dos novos dispositivos jurídicos.

Com relação à participação da CEF, os dados coletados apontam que o banco continua desempenhando um papel proeminente na provisão do crédito habitacional. A maior parte dos financiamentos habitacionais, seja na faixa do SFH, seja na do SFI, tem o banco público como credor, que responde por uma participação de mercado expressiva. O Relatório de Economia Bancária do Banco Central indica que, nos últimos quatro anos, a CEF apresentou uma participação de mercado regular, estabelecida em torno dos 70% (Quadro 7).

QUADRO 7 – PARTICIPAÇÃO DE MERCADO NO ESTOQUE DE CRÉDITO POR BANCO/ANO (%)

	2015	2016	2017	2018
CEF	67,28	68,17	69,96	69,99
BANCO DO BRASIL	8	7,86	7,75	8,2
ITAÚ	7,55	7,26	7,06	7,94
BRADESCO	6,18	7,1	6,8	6,99
SANTANDER	5,86	5,73	5,08	5,28
OUTROS BANCOS	4,88	3,57	3,06	1,29
CRÉDITO DE INSTITUIÇÕES NÃO BANCÁRIAS	0,25	0,31	0,3	0,27
COOPERATIVAS	0	0	0	0,02
BANCOS DE INVESTIMENTOS	0	0	0	0,02
BANCOS DE DESENVOLVIMENTO	0	0	0	0

Fonte: Elaboração dos autores a partir de dados do Banco Central do Brasil disponíveis em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria>. Acesso em: 28 out. 2019.



Além disso, desde 2009 a participação da CEF apresentou um incremento substantivo, com a implementação do Programa Minha Casa, Minha Vida (PMCMV). Instituído pela Lei n. 11.977/2009, o PMCMV é voltado para famílias de baixa renda, ou seja, famílias cuja renda mensal é limitada a R\$ 6.500,00.<sup>15</sup> A CEF é, nos termos da lei do programa, o seu agente operador. Com isso, atua como financiadora tanto dos mutuários que têm condições de pagar pelas prestações como daqueles beneficiários de renda mais baixa (faixa 1), que não contam com a possibilidade de pagar o financiamento.<sup>16</sup> Nesse caso, os recursos da subvenção, que permitem a provisão de moradia para beneficiários de menor renda, vêm das disponibilidades financeiras do FGTS (aplicações a fundo perdido) (ROYER, 2009), e também do orçamento da União.<sup>17</sup> Nas faixas 2 e 3, mais altas, a CEF estabelece um financiamento com juros subsidiados, de 6% a 7% para a faixa 2, e de aproximadamente 8% para a faixa 3.<sup>18</sup>

O desempenho do programa é comparável aos resultados alcançados pelo BNH nos anos 1970. Entre março de 2009 e setembro de 2015, o PMCMV financiou ou subvencionou 2,4 milhões de unidades.<sup>19</sup> Para efeitos da análise pretendida neste trabalho, o PMCMV corrobora um protagonismo resiliente da CEF, mesmo uma década depois da criação do SFI. Embora o PMCMV atenda famílias com restrições de renda, a provisão de acesso à habitação para essa clientela não precisaria ser estabelecida pelo Estado e pelos bancos públicos. Outros sistemas habitacionais constituíram arranjos em que a universalização habitacional ocorreu, por exemplo, pelo mercado, como é o caso dos EUA. É verdade que a crise do *subprime* de 2008 revela os eventuais limites dessa alternativa de mercado, mas o reconhecimento de tais limites não refuta a existência de diferentes arranjos possíveis de financiamento habitacional, inclusive para a baixa renda. Em outros termos, o PMCMV e o protagonismo da CEF não se devem a uma contingência ocasionada pelo tipo de beneficiário; são, isso sim, a confirmação de um arranjo institucional em que o banco público é um ator-chave.

...

<sup>15</sup> Em 2017, o PMCMV sofreu alterações, e o limite foi ampliado para R\$ 9.000,00.

<sup>16</sup> O PMCMV é dividido em quatro faixas, conforme a renda da família beneficiária. Na faixa 1, a CEF contrata a execução do empreendimento apresentado pelo setor imobiliário e subsidia até 90% da aquisição. As famílias beneficiárias pagam uma prestação mensal, por dez anos, com valor não superior a R\$ 270,00, sem juros. Na faixa 2 (originalmente, famílias com renda de 3 a 6 salários; hoje, de até R\$ 4.000,00) e na faixa 3 (antes, renda de 6 a 10 salários mínimos; atualmente, até R\$ 9.000,00), as famílias contam com juros subsidiados. Sobre o PMCMV, ver Acosta, 2015.

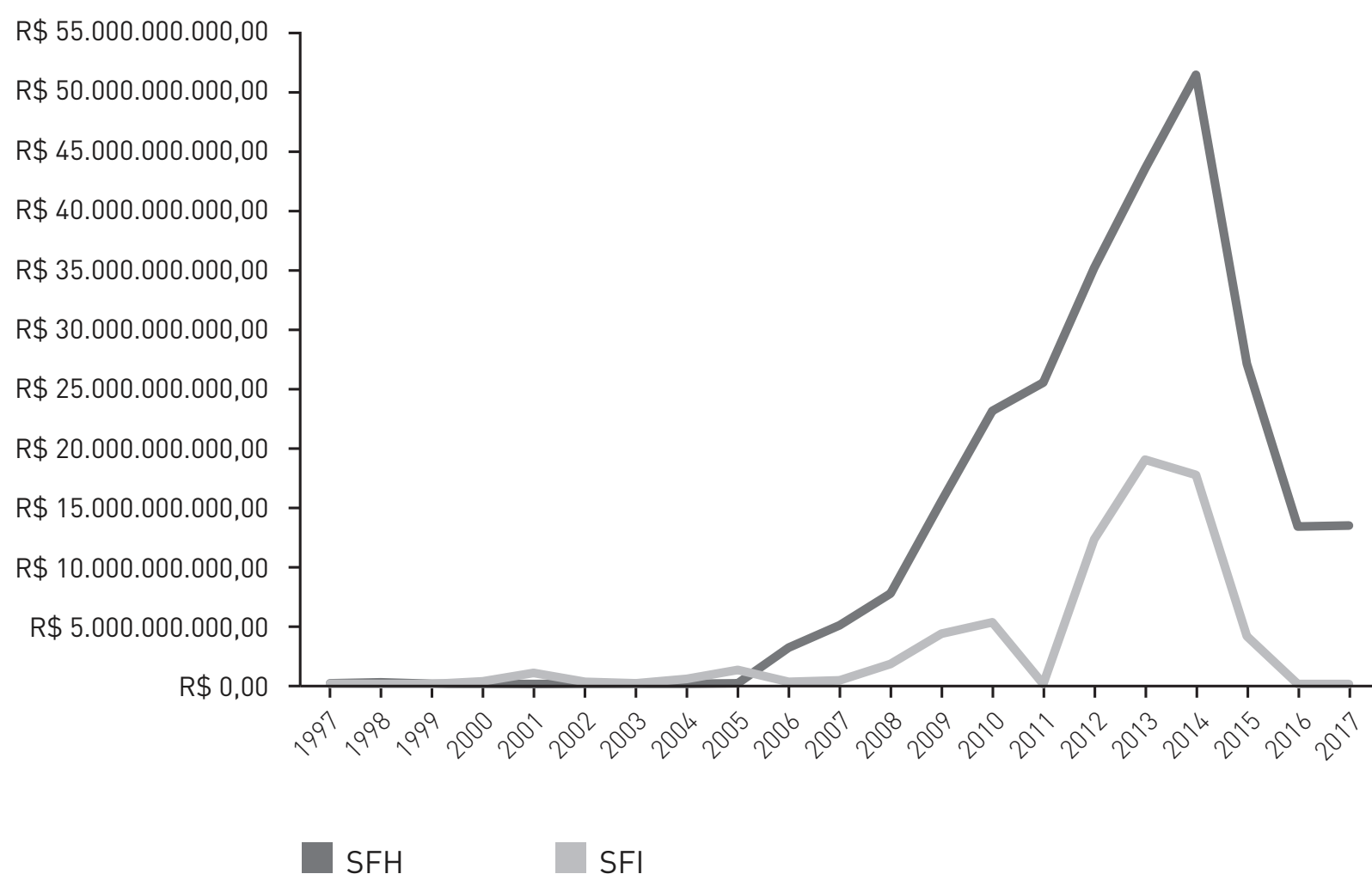
<sup>17</sup> Ver, a esse respeito, Rolnik *et al.*, 2010.

<sup>18</sup> Informações do Ministério das Cidades, disponíveis em <https://www.cidades.gov.br/habitacao-cidades/programa-minha-casa-minha-vida-pmcvm>. Ver também: Rolnik *et al.* (2010).

<sup>19</sup> Dados disponíveis em: <http://www.brasil.gov.br/infraestrutura/2015/09/minha-casa-minha-vida-entregou-2-4-milhoes-de-moradias>.

A comparação entre os volumes de recursos contratados no âmbito do SFH e do SFI corrobora essa evidência, como mostra o Gráfico 1, a seguir, que também sugere que, a despeito das intenções dos formuladores de política, a reforma habitacional não foi capaz de substituir o sistema financeiro anterior pelo mercado de hipotecas. Em outros termos, a revolução das hipotecas, verificada em outros ambientes, e na qual os modelos de repressão financeira foram substituídos pelos arranjos de liberalização financeira, não obteve, até o momento, o mesmo alcance na economia brasileira.

GRÁFICO 1 — **SFH** E **SFI** EM VOLUME DE FINANCIAMENTO



Fonte: Elaboração dos autores a partir de dados obtidos no *site* da CEF.

Em relação ao *funding*, ou seja, aos mecanismos que constituem a base financeira para o crédito habitacional, o panorama do setor também aponta para a manutenção dos mecanismos oriundos do SFH. A poupança compulsória proveniente do FGTS e o direcionamento dos recursos do SBPE são fontes para as operações financeiras realizadas no âmbito do SFI. Desde 1999, a resolução do CMN n. 2.623/1999 autorizou os bancos, públicos e privados,

a contabilizar como crédito direcionado as operações de investimento em CRIs. Isto é, o que os bancos despendem em CRI é computado como alocação obrigatória de recursos em habitação (ROYER, 2009; GOMES, 2015, p. 110). Nessa mesma linha, o conselho curador do FGTS, por meio da Resolução n. 375/2001, autorizou o fundo a adquirir CRIs, desde que eles estivessem lastreados em financiamentos de imóveis residenciais e associados a um valor limitado (ROYER, 2009; GOMES, 2015, p. 110).

Como já descrito, o CRI é um valor mobiliário, lançado pelas companhias securitizadoras, e que é lastreado nas dívidas imobiliárias contratadas pelos tomadores de recursos com os bancos. A rigor, a ideia subjacente à constituição do SFI foi a de permitir que a securitização das dívidas proveesse recursos para o setor habitacional, tal como acontece, por exemplo, no mercado norte-americano (CARROZZO, 2005). Diferentemente disso, a regra do CMN n. 2.623/1999 e a resolução do FGTS n. 375/2001 representam uma espécie de vaso comunicante entre um sistema de direção estatal e um sistema de mercado. Com isso, parte dos CRIs passou a ser financiada por recursos drenados do crédito direcionado, ganhando mais elasticidade.

Ainda no âmbito do *funding*, um segmento relevante introduzido pela reforma é o das securitizadoras, encarregadas de emitir os CRIs. O setor é composto por um total de nove companhias principais, que, em conjunto, respondem por aproximadamente 90% das emissões. São elas: Cibrasec; RB Capital; Brazilian; Gaia; Ápice; Barigui; PDG; Habitasec; Novasec.<sup>20</sup> Entre elas, as duas maiores emissoras são a Cibrasec e a RB Capital, responsáveis por cerca de 50% das emissões.<sup>21</sup>

A CEF e outros bancos públicos também são agentes do mercado de securitização, desempenhando o papel de sócios das principais companhias securitizadoras. A Cibrasec, que veio a ser a primeira companhia constituída nesse segmento, tem bancos públicos como seus acionistas, como: Banco do Brasil; BB Banco de Investimentos S.A.; Caixa Participações S.A. (Caixapar); Banco do Estado do Rio Grande do Sul (Banrisul); Banco de Brasília (BRB); e Banco do Estado do Espírito Santo. A Brazilian Finance Real Estate e a Brazilian Securities têm participação do Banco Panamericano, que foi adquirido pela CEF.

Finalmente, o terceiro elemento desta análise qualitativa é a difusão ou a restrição dos novos modelos contratuais. Como já descrito, a Lei n. 9.514/1997 introduziu a alienação fiduciária como uma modalidade contratual, mas não a tornou uma forma contratual obrigatória para todos os tipos de financiamento habitacional. Nos termos do marco legislativo, os financiamentos habitacionais podem ser feitos tanto nos termos da Lei n. 9.514/1997 como nos termos da legislação que rege as hipotecas convencionais.

...

<sup>20</sup> Dados obtidos na CVM, referentes a 1999 e 2016.

<sup>21</sup> Dados obtidos na CVM, referentes a 1999 e 2016.

Mesmo assim, o padrão contratual difundido no mercado, em todas as faixas de renda, passou a ser a alienação fiduciária, inclusive para os financiamentos do Programa Minha Casa, Minha Vida. Uma indicação a esse respeito é a informação apresentada pela CEF, que responde pela maior parte do mercado habitacional. Segundo informação desta, a alienação fiduciária é a única forma contratual utilizada atualmente pelo banco: “[...] informamos que: [...] Atualmente, não há nenhuma outra forma de contratação de crédito imobiliário, para clientes pessoa física, além da alienação fiduciária. Serviço de Informações ao Cidadão”.<sup>22</sup>

Em síntese, os três parâmetros de análise articulados sugerem que a privatização vislumbrada na proposição do modelo não se verificou em sua integralidade. A transição parece ser mais gradual, como assinalado na seção a seguir, dado o fato de que a CEF é ainda o principal financiador habitacional, e também em razão do aproveitamento dos instrumentos financeiros do SFH como fatores de propulsão do SFI. Por outro lado, o modelo de contrato do SFI foi absorvido pela CEF, o que deu ao banco condições mais seguras de operação, como ilustram os dados colhidos nos tribunais — as condições encontradas nos TRFs (competentes para os recursos da CEF) são ainda mais favoráveis do que aquelas verificadas nos TJs.

#### 4. UM PALACETE ASSOBRADADO

Os dados do estudo de caso revelaram que a combinação entre o produto da reforma e o seu resultado deu lugar a um arranjo institucional diferente daquele vislumbrado pelos formuladores de política. Embora o SFI tenha sido desenhado para progressivamente substituir o SFH, o evento mais saliente, 20 anos depois, é a combinação dos novos dispositivos institucionais trazidos pela reforma, com a atuação das antigas organizações e dos instrumentos estatais. Trata-se, portanto, de um caso desviante em relação às evidências de uma convergência regulatória global, e que reforça a existência de justaposições entre a difusão do capitalismo regulatório e sua constituição local. Teoricamente, como se pode interpretar esse resultado?

De acordo com a literatura especializada, o processo de reforma institucional admite tanto mudanças abruptas como graduais. A mudança institucional abrupta é aquela que implica um desarranjo brusco do equilíbrio institucional anterior, ou seja, produz “mudanças radicais” (PEMPEL, 1998). Já as reformas graduais são aquelas que geram uma transição contínua e diferida no tempo (STREECK e THELEN, 2005).

Levando em conta esses tipos, poder-se-ia reconhecer que o arranjo institucional resultante da reforma brasileira é decorrente de uma estratégia de mudança gradual. Ao preservarem

...

<sup>22</sup> A informação foi obtida em 6 fev. 2018 perante a Superintendência Nacional de Operações, Habitação e Processamento da CEF — Serviço de Informações ao Cidadão, por meio de solicitação amparada na Lei de Acesso à Informação (LAI).

o SFH, os formuladores de política indicaram a preferência por uma transição moderada, capaz de minimizar os confrontos e as incertezas, recorrendo para isso a uma estratégia de reforma que Streeck e Thelen (2005, p. 16-33) chamam de “sobreposição de camadas” (*layering*). No caso em questão, tratava-se de sobrepor a nova camada institucional, o SFI, ao arranjo predominante, o SFH. Dessa forma, as antigas instituições tenderiam a desaparecer progressivamente, em um movimento de mudança contínua, enquanto a nova camada tomaria aos poucos seu lugar.

Em outra linha do institucionalismo histórico, Hall (1993) classifica as mudanças institucionais conforme os respectivos níveis de alteração ocorridos. O autor hierarquiza as mudanças em três ordens, que são apresentadas de modo crescente, em função do grau de transformação institucional subjacente. A primeira ordem é a da configuração das políticas, isto é, o modo de sua organização ou operação, e revela a menor densidade de mudança institucional. A segunda ordem, mais profunda, é a que afeta o tipo de instrumento utilizado na implementação das políticas. Por fim, a alteração institucional mais substantiva é a que afeta também a terceira ordem, ou seja, os objetivos públicos de determinado arranjo. Assim, além do modelo das camadas (*layering*), poder-se-ia interpretar a reforma brasileira recorrendo às diferentes ordens de mudança sugeridas por Hall (1993). No caso em questão, os limites de substituição do SFH pelo SFI poderiam ser compreendidos como uma mudança institucional que alcançou a primeira ou a segunda ordens, isto é, trata-se de uma reforma com restrições.

Trabalhos ainda mais afinados com privatizações e reformas jurídico-institucionais também poderiam oferecer uma chave interpretativa para os achados da pesquisa. Os estudos nesse campo enfatizam o caráter contínuo desses processos, descritos como tendencialmente mais graduais do que jogos de uma rodada única (PISTOR e TURKEWITZ, 1996; PRADO e TREBILCOCK, 2009; ANDREWS, 2013, p. 35-64). Em particular, Pistor e Turkewitz (1996), em uma pesquisa sobre as privatizações na Europa Oriental, assinalam que a privatização não foi um processo de corte abrupto (*clear-cut*), mas uma transformação progressiva, que ensejou um intervalo de acomodações entre a propriedade estatal e a propriedade privada. Esse intervalo é, em si, dinâmico, e o Estado e o mercado podem reposicionar seus lugares ao longo do tempo. Embora os trabalhos de Streeck e Thelen (2005), Hall (1993), Pistor e Turkewitz (1996), Prado e Trebilcock (2009) e Andrews (2013) apresentem elementos analíticos indispensáveis para a compreensão do estudo de caso, a transição institucional em questão também exhibe peculiaridades que escapam dos modelos. Em relação ao modelo de “sobreposição de camadas”, embora ele possa ter sido a estratégia dos formuladores de política, os desdobramentos da reforma indicam um resultado algo diferente.

Ainda que a reforma tenha definido o SFI como uma nova camada, o SFH nunca desapareceu, tendo, inclusive, aumentado a sua participação nos últimos anos. Nesses termos, a organização do setor parece espelhar mais uma fusão entre as novas instituições e as antigas organizações do que simplesmente uma substituição gradual do antigo pelo novo. Além disso, as



organizações estatais herdadas do SFH também se modificaram, revelando que sua persistência não representou apenas uma conservação estática de seu *modus operandi*.

Em função da reforma, os mecanismos estatais mudaram e, aparentemente, beneficiaram-se dos incentivos de mercado. Entre outros, este é o caso das novas oportunidades de investimento abertas para os fundos de poupança, voluntários e compulsórios. Antes restritos ao financiamento habitacional realizado com taxas subsidiadas, tais fundos podem agora obter retornos positivos com as operações financeiras realizadas no mercado de capitais. Ainda mais relevante é o incremento da segurança jurídica nas transações imobiliárias, fator que favoreceu a CEF. O banco público tem desfrutado de condições contratuais mais seguras do que no passado. É o que indicam as decisões dos tribunais, ao revelarem que a CEF é o único agente financeiro que opera em condições “muito seguras” (Quadro 6). Portanto, não se trata apenas de uma reforma limitada à primeira ou à segunda ordens, como aborda Hall (1993). Uma interpretação como essa desperdiçaria o achado relevante de que o instrumento – o banco público – foi mantido, mas as suas condições de atuação foram alteradas.

O estudo de caso do financiamento habitacional também acrescenta um ponto ao debate sobre reformas jurídico-institucionais e privatizações. Trata-se do reconhecimento de que os agentes do Estado podem assumir uma participação de liderança em um arranjo baseado em regras e incentivos típicos de mercado. Em outras palavras, a reforma habitacional não apenas mostrou que a privatização é um jogo de rodadas contínuas que admite múltiplos arranjos entre o Estado e o mercado, como sugerido por Pistor e Turkevitz (1996), mas também indicou que organizações do Estado, como a CEF, podem desempenhar um papel ativo na determinação de seu resultado. A privatização pode, portanto, ocorrer alinhada a setores do Estado.

Em síntese, a imagem de um palacete assobradado, como poderia ser a de um ornitorrinco (OLIVEIRA, 2003), procura enfatizar o caráter combinado do arranjo institucional analisado. Sua principal característica é a coexistência de novas e antigas instituições, de padrões globais de mercado e dinâmicas estatais locais (SCHAPIRO, 2018). Essa descrição apoia-se no institucionalismo histórico, que enfatiza os fatores de dependência da trajetória, as mudanças graduais e os limites existentes para a subversão dos arranjos. Em relação a essa abordagem, no entanto, o trabalho reforça o caráter sinuoso das relações estabelecidas entre o novo e o antigo, o moderno e o atrasado, uma coabitação que é típica de países em desenvolvimento.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

A reforma que instituiu o SFI há 20 anos projetou a constituição de um sistema de integração entre bancos e mercados de capitais por meio de uma reforma gradual, em camadas. Inspirado pela revolução das hipotecas, que teve seu marco de origem com o *Emergency Finance Home Act*, promulgado nos anos 1970, nos Estados Unidos, o SFI pretendeu reforçar os mecanismos de segurança jurídica do crédito, e, assim, constituir as bases institucionais necessárias para a transformação dos contratos imobiliários em *commodities* mobiliárias. Para isso, a reforma contou

com a introdução de inovações jurídicas, como a refuncionalização da alienação fiduciária – que passou a ser aplicada para bens imóveis –, a instituição de regras sobre negócios fiduciários e a limitação de acesso ao Judiciário.

Os dados coletados na amostra examinada, correspondente a 1.007 decisões de tribunais, indicam um êxito satisfatório dessas medidas. Primeiro, o universo de ações encontrado é limitado, o que indica um sucesso da proposta de aumentar as barreiras à entrada ao Judiciário. Segundo, nesse universo examinado, os credores tiveram mais êxito que os devedores, sugerindo que o Judiciário, ao interpretar e aplicar a lei, confirmou o sentido das políticas inscritas na legislação.

No entanto, a segurança jurídica em patamares mais robustos não parece ter habilitado uma transição da organização financeira, tal como era esperado pela literatura e pelos formuladores da política. O sistema de integração entre bancos e mercados de capitais não se tornou o arranjo prevalecente. Tanto em número de contratos como em volume de recursos, o SFH é ainda o principal mecanismo de financiamento habitacional, respondendo por uma participação financeira superior à do SFI nas últimas duas décadas. A CEF é a instituição financeira com maior participação de mercado na provisão de crédito habitacional, e também desempenha um papel ativo no fomento do mercado de securitização, sendo sócia de companhias securitizadoras. Ademais, os recursos regulatórios legados pelo SFH, como o crédito direcionado e o FGTS, são financiadores do mercado de CRI, representando, assim, parcela do *funding* do SFI. Por outro lado, os contratos mais seguros beneficiam a CEF, que passou a adotar a alienação fiduciária em todos os seus contratos.

Diante disso, o efeito mais visível da reforma é o de um reposicionamento dos agentes do Estado, notadamente a CEF, no mercado habitacional. Tais conclusões jogam luz no debate sobre as reformas institucionais e sobre as privatizações, ao sugerirem que a segurança do crédito pode ser uma variável supervalorizada nas agendas políticas de mudança institucional. O trabalho também aponta que empresas estatais e bancos públicos, por fatores de *path dependence*, podem ser atores do processo de privatização, obtendo benefícios competitivos no cenário pós-reforma. No limite, a privatização não é necessariamente uma transição de corte claro entre dois modelos – Estado e mercado –, mas um processo contínuo, e, como tal, sujeita a diferentes acomodações entre os fatores de resiliência e os de transformação institucional.

Essas descobertas trazem como implicação de política a revisão da presunção de que os incumbentes, em razão de um instinto de autopreservação, sempre apresentarão resistências às reformas econômicas. Com base na reforma habitacional brasileira, pode-se antever cenários em que os atores estatais são passíveis de encarar as reformas de mercado não como uma desvantagem, mas como uma alavancagem de sua condição dentro do Estado. Se os formuladores de políticas reconhecerem essa possibilidade, podem planejar as reformas de maneira a contar com os fatores de dependência de trajetória (*path dependence*) a seu favor, como sugerido por Prado e Trebilcock (2009). Em outras palavras, se as empresas e os bancos estatais são os principais participantes de um dado modelo de desenvolvimento, as reformas econômicas

tendem a ser mais bem-sucedidas na medida em que esses agentes forem considerados parte da solução, e não parte do problema.

## REFERÊNCIAS

ACOSTA, Claudia. *O programa federal brasileiro “Minha Casa, Minha Vida” é um regulador-sombra das normas urbanísticas municipais?* 2015. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2015.

ANDREWS, Matt. *The limits of institutional reform in development: changing rules for realistic solutions*. New York: Cambridge, 2013.

ARAGÃO, José Maria. *Sistema Financeiro da Habitação: uma análise sociojurídica da gênese, desenvolvimento e crise do sistema*. 3. ed. Curitiba: Juruá, 2007.

ARIDA, Pêrsio; BACHA, Edmar; LARA-RESENDE, André. Credit, interest and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. In: GIAVAZZI, Francesco; GOLDFAJN, Ilan; HERRERA, Santiago (orgs.). *Inflation targeting, debt and the Brazilian experience: 1999 to 2003*. Cambridge: MIT Press, 2005. p. 265-293.

AZEVEDO, Sérgio de. Vinte e dois anos de política de habitação popular (1964-86): criação, trajetória e extinção do BNH. *Revista de Administração Pública*, Rio de Janeiro, v. 22, n. 4, 1988.

BRAITHWAITE, John. *Regulatory capitalism – How it works, ideas for making it work better*. Northampton: Edward Elgar, 2008.

BRASIL. *Lei n. 9.514, de 20 de novembro de 1997*. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, [1997]. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L9514.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9514.htm). Acesso em: 17 set. 2019.

BRASIL. *Lei n. 10.931, de 2 de agosto de 2004*. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário. Brasília, DF: Presidência da República, [2004]. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/CCIVIL\\_03/\\_Ato2004-2006/2004/Lei/L10.931.htm](http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/_Ato2004-2006/2004/Lei/L10.931.htm). Acesso em: 17 set. 2019.

BUCKLEY, Robert; CHIQUIER, Loïc; LEA, Michael. Housing finance and the economy. In: BUCKLEY, Robert; CHIQUIER, Loïc; LEA, Michael. *Housing finance policy in emerging markets*. Washington: World Bank, 2009.

CALOMIRIS, Charles; HIMMELBERG, Charles. Directed Credit Programs for Agriculture and Industry: Arguments from Theory and Fact. In: *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*. Washington: World Bank, 1994.

CARNEIRO, Dionísio Dias; GOLDFAJN, Ilan. A securitização de hipotecas no Brasil. *Texto para discussão n. 246*. Rio de Janeiro: Departamento de Economia PUC-RIO, 2000.

CARNEIRO, Dionísio Dias; VALPASSOS, Marcus Vinicius. *Financiamento à habitação e instabilidade econômica: experiências passadas, desafios e propostas para a ação futura*. Rio de Janeiro: FGV, 2003.

CARROZZO, Peter. Marketing The American Mortgage: The Emergency Home Finance Act of 1970, Standardization and the Secondary Market Revolution. *Real Property, Probate and Trust Journal*, American Bar Association, v. 39, n. 4, p. 765-805, 2005.

CHEY, Hyoungh-Kyu. *Compliance with international regulatory regimes: The Basel Capital Adequacy Accord in Japan, South Korea, and Taiwan, 1988-2003*. Tese (Doutorado). London School of Economics, 2006a.

CHEY, Hyoungh-Kyu. Explaining cosmetic compliance with international regulatory regimes: the implementation of the Basle Accord in Japan, 1998–2003. *New Political Economy*, v. 11, n. 2, 2006b.

CHIQUIER, Löic; HASSLER, Olivier; BUTLER, Stephen. Enforcement of mortgage rights. In: CHIQUIER, Löic; LEA, Michael. *Housing finance policy in emerging markets*. Washington: World Bank, 2009.

CHIQUIER, Löic; HASSLER, Olivier; LEA, Michael. Mortgage securities in emerging markets. In: CHIQUIER, Löic; LEA, Michael. *Housing finance policy in emerging markets*. Washington: World Bank, 2009.

DÜBEL, Hans-Joachim; WALLEY, Simon. Consumer information and protection. In: CHIQUIER, Löic; LEA, Michael. *Housing finance policy in emerging markets*. Washington: World Bank, 2009.

DUBASH, Navroz; MORGAN, Bronwen. *The rise of the regulatory state of the south: infrastructure and development in emerging economies*. Oxford: Oxford University Press, 2013.

FABIANI, Emerson Ribeiro. *Direito e crédito bancário no Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2011.

FIX, Mariana. *Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil*. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

GERRING, John. Single-outcome studies: a methodological primer. *International Sociology*, v. 21, n. 5, 2006.

GOMES, Aline Viotto. *Direito e financiamento: as transformações regulatórias na passagem do sistema financeiro de habitação para o sistema de financiamento imobiliário*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

GREEN, Richard; WATCHER, Susan. The housing finance revolution. *Research Paper Series*. University of Pennsylvania, Institute for Law and Economics, 2007.

HALL, Peter. Policy paradigms, social learning, and the State: the case of economic policymaking in Britain. *Comparative Politics*, v. 25, n. 3, 1993.

HASSLER, Olivier; RENAUD, Bertrand. State housing banks. In: CHIQUIER, Löic; LEA, Michael. *Housing finance policy in emerging markets*. Washington: World Bank, 2009.

JONES, Emily; ZEITZ, Alexandra. The limits of globalizing Basel banking standards. *Journal of Financial Regulation*, v. 3, n. 1, mar. 2017.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Law and finance. *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, v. 106, n. 6, 1998.

LEA, Michael. Mortgage instruments. In: CHIQUIER, Löic; LEA, Michael. *Housing finance policy in emerging markets*. Washington: World Bank, 2009.

LEVI-Faur, Davi. The global diffusion of regulatory capitalism. *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, v. 598, 2005.

MARICATO, Erminia. Política urbana e de habitação social: um assunto pouco importante para o governo FHC. *Revista Praga*, São Paulo, v. 1, n. 6, p. 67-78, 1998.

MARTINS, Bruno; LUNDBERG, Eduardo; TAKEDA, Tony. Housing finance in Brazil: institutional improvements and recent developments. *IDB Working Paper Series*, n. 269, 2011.

McNAMARA, Kathleen. Rational fictions: Central Bank independence and the social logic of delegation. *West European Politics*, v. 25, n. 1, 2002. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/toc/fwep20/current>. Acesso em: 28 out. 2019.



OLIVEIRA, Francisco de. *O ornitorrinco*. São Paulo: Boitempo, 2003.

OTTO, Samira. Real Estate Policy in Brazil and some comparisons with the United States. *Working Paper n. 549*, Stanford Center for International Development, 2015.

PINHEIRO, Armando Castelar (org.). *Judiciário e economia no Brasil*. Rio de Janeiro: Centro Edelstein de Pesquisas Sociais, 2009.

PISTOR, Katharina; TURKEWITZ, Joel. Coping with Hydra – state ownership after privatization, a comparative study of the Czech Republic, Hungary, and Russia. In: FRYMAN, Roman; GRAY, Cheryl; RAPACZYNSKI, Andrzej. *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, v. 2. Budapest, London, New York: CEU Press, 1996.

PEMPEL, T. J. *Regime shift: Comparative dynamics of the Japanese political economy*. Ithaca, New York: Cornell University Press, 1998.

PRADO, Mariana Mota; TREBILCOCK, Michael. Path dependence, development, and the dynamics of institutional reform. *University of Toronto Law Journal*, v. 59, n. 3, 2009.

ROLNIK, Raquel; BISCHOF, Raphael; KLINTOWITZ, Danielle; REIS, Joyce. *Como produzir moradia bem localizada com os recursos do Programa Minha Casa, Minha Vida? Implementando os instrumentos do Estatuto da Cidade!* Brasília: Ministério das Cidades, 2010.

ROLNIK, Raquel. The right to adequate housing. In: *Special Rapporteur on Adequate Housing as a Component of the Right to an Adequate Standard of Living*, United Nations General Assembly, 2012.

ROYER, Luciana de Oliveira. *Financeirização da política habitacional: limites e perspectivas*. Tese (Doutorado em Arquitetura) – Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

SEAWRIGHT, Jason; GERRING, John. Case selection techniques in case study research: a menu of qualitative and quantitative options, *Political Research Quarterly*, v. 61, n. 2, 2008.

SCHAPIRO, Mario G. Do estado desenvolvimentista ao estado regulador? Transformação, resiliência e coexistência entre dois modos de intervenção. *Revista de Estudos Institucionais*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 2, 2018.

SCHAPIRO, Mario G.; PEREIRA, Saylon Alves. Developmental State with neoliberal tools: a portrait of Brazilian Housing Financial System. *The Law and Development Review*, v. 12, 2019.

SIRKIN, Mark. *Statistics for Social Sciences*. London: Sage, 2006.

STREECK, Wolfgang; THELEN, Kathleen. *Beyond continuity: institutional change in advanced political economies*. Oxford: Oxford University Press, 2005.

WALTER, Andrew. *Governing finance: East Asia's Adoption of International Standards*. Cornell, 2008.

YIN, Robert. *Estudo de caso: planejamento e métodos*. São Paulo: Saraiva, 2015.

**COMO CITAR ESTE ARTIGO:**

SCHAPIRO, Mario Gomes; PEREIRA, Saylon Alves. Um palacete assobradado: a coexistência entre organizações estatais e instituições de mercado no financiamento habitacional brasileiro. *Revista Direito GV*, v. 15, n. 3, set./dez. 2019, e1936. doi: <http://dx.doi.org/10.1590/2317-6172201936>.

*Mario Gomes Schapiro*

PROFESSOR EM REGIME INTEGRAL NA ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO DA FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (FGV DIREITO SP). DOUTOR, MESTRE E BACHAREL EM DIREITO PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (USP). POSSUI PÓS-DOUTORADO PELA NEW YORK UNIVERSITY SCHOOL OF LAW.

*mario.schapiro@fgv.br*

*Saylon Alves Pereira*

ADVOGADO, PESQUISADOR E DESENVOLVEDOR DE TECNOLOGIAS NA ÁREA JURÍDICA. MESTRE EM DIREITO E DESENVOLVIMENTO PELA ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO DA FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (FGV DIREITO SP). BACHAREL EM DIREITO E CIÊNCIAS SOCIAIS PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (USP). CURSANDO BACHARELADO EM MATEMÁTICA APLICADA E COMPUTACIONAL NA USP.

*saylon.pereira@gmail.com*